

Finanzielle Integration und Risikoteilung in der EWU – Länger- fristige Entwicklungstendenzen und Auswirkungen der Finanzkrise

Die Europäische Währungsunion hat die finanzielle Integration in Europa maßgeblich vorangetrieben. Dieser Prozess vollzog sich vor dem Hintergrund eines allgemeinen Trends finanzieller Globalisierung. Integrierte Finanzmärkte eröffnen den beteiligten Volkswirtschaften potenzielle Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne. Sie sind auch für die reibungslose Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik im Euro-Raum von wesentlicher Bedeutung. Diesen Vorteilen stehen allerdings auch mögliche Nachteile und gesamtwirtschaftliche Kosten gegenüber, da auf verflochtenen Finanzmärkten im Falle von Wirtschafts- und Finanzkrisen mit einer rascheren regionalen Ausbreitung zu rechnen ist. In dem vorliegenden Bericht wird der Prozess der finanziellen Integration Deutschlands und die Einbindung des Euro-Raums in die Weltwirtschaft analysiert. In einer längerfristigen Perspektive hat die Finanzmarktintegration durch internationale Risiko-diversifizierung zur Konsumglättung zwischen den Ländern des Euro-Raums beigetragen. Zugleich hat die Finanzkrise in den letzten beiden Jahren erhebliche Auswirkungen auf die grenzüberschreitenden Vermögenspositionen entfaltet, deren realwirtschaftliche Konsequenzen sich noch nicht vollständig erfassen lassen. Alles in allem zeigt sich, dass das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte in den letzten 20 Jahren die wechselseitigen Abhängigkeiten verstärkt hat.

Zusammenwachsen der Finanzmärkte weltweit und in Europa

Zusammenwachsen der Finanzmärkte und Zunahme globaler Risikoteilung

In den letzten Jahrzehnten ist die Bereitschaft zur grenzüberschreitenden Kapitalanlage weltweit deutlich gestiegen. Dieser Prozess eröffnet eine Reihe von möglichen ökonomischen Vorteilen für Anleger und Verbraucher. So stehen Investoren durch ein erweitertes Spektrum an Finanzinstrumenten zusätzliche Anlagemöglichkeiten, die eine Streuung des Einkommensrisikos erlauben, zur Verfügung. Derartige Vorteile einer besseren Risikodiversifikation lassen sich auch auf die gesamtwirtschaftliche Ebene übertragen. Neben einer effizienteren Kapitalallokation bietet auch hier eine internationale Risikoteilung die Möglichkeit, temporäre Schwankungen des Bruttoinlandsprodukts einzelner Länder durch die finanzielle Integration in die Weltwirtschaft zu dämpfen und die Auswirkungen auf die nationalen Konsummöglichkeiten zu begrenzen.¹⁾ Andererseits dürfte sich aus der engeren wechselseitigen Beziehung aber auch eine schnellere Übertragung von Schocks mit möglichen negativen Vermögenseffekten und Anpassungslasten für die Realwirtschaft ergeben.

Das Zusammenwachsen der Weltwirtschaft zeigt sich deutlich in stark gestiegenen grenzüberschreitenden Vermögenswerten. Ende 2007 (für 2008 liegen noch nicht für alle Länder Daten zur Auslandsposition vor) belief sich die Summe der weltweit erfassten Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten auf rund 192 Billionen US-\$ (bzw. 131 Billionen €), davon entfielen annähernd 77 Billionen US-\$ (52 Billionen €) auf die Länder des Euro-

Raums (einschl. der Forderungen und Verbindlichkeiten der Mitgliedsländer untereinander). Gegenüber 1999 hat sich der globale Bestand grenzüberschreitend gehaltener Aktiva und Passiva damit fast vervierfacht. Die finanzielle Integration der EWU-Länder in die weltweiten Finanzmärkte hat in den letzten Jahren mit diesem Expansions-tempo weitgehend Schritt gehalten; so lag der Anteil der EWU-Länder an den weltweiten Auslandspositionen zwischen 2002 und 2007 recht beständig bei rund 40 %. Die Finanzbeziehungen des Euro-Raums als Ganzes mit dem Rest der Welt – also an den Außengrenzen des gemeinsamen Währungsgebiets ohne die Intra-Positionen – haben seit Einführung des Euro ebenfalls deutlich zugenommen. Im Jahr 2008 beliefen sie sich (gemessen an den Beständen) auf fast 30 Billionen €; damit sind sie rund zweieinhalb Mal so hoch wie im Jahr 1999.

Noch stärker als die Finanzbeziehungen zu Drittländern außerhalb des gemeinsamen Währungsgebiets haben – bezogen auf die Daten des Auslandsvermögens – seit 1999 die Finanzbeziehungen von Euro-Raum-Län-

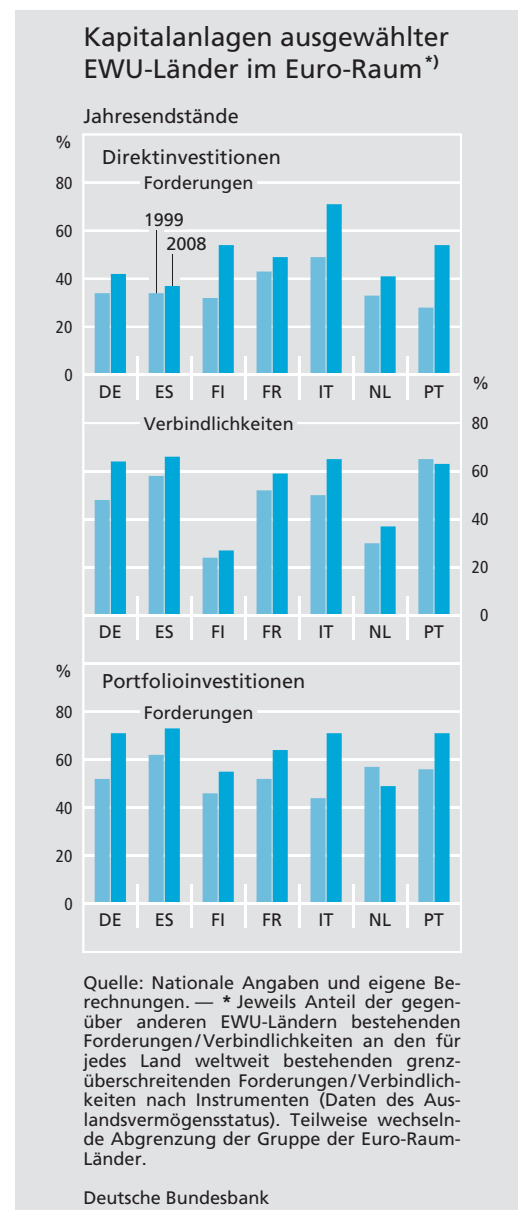
Gemeinsamer Währungsraum beeinflusst Anlagefokus...

¹ Diese Art der Absicherung wird in der Literatur häufig als Risikoteilung bezeichnet. Sie unterscheidet sich von der Risikoteilung in einer Versicherungsgemeinschaft, die im Schadensfall echte Einkommenstransfers ohne unmittelbare Gegenleistung bietet. Die Absicherung durch eine internationale Streuung der Vermögensanlagen beruht hingegen auf geringeren Schwankungen des Vermögenseinkommens. Eine weitere Möglichkeit der internationalen Konsumglättung besteht in der Variation des externen Sparens mit entsprechenden Anpassungen des Leistungsbilanzsaldos.

dern untereinander zugenommen.²⁾ Ein Vergleich regional aufgeschlüsselter Direktinvestitions- und Portfolioinvestitionsbestände für eine Reihe von EWU-Ländern³⁾ – Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, die Niederlande, Portugal und Spanien – unterstreicht dies. Fast durchweg haben die Forderungen zwischen den EWU-Ländern in den genannten Kategorien stärker zugenommen als die jeweiligen gesamten Auslandspositionen; das Gleiche gilt für die Verbindlichkeiten im Bereich der Direktinvestitionen (siehe nebenstehendes Schaubild).

... zugunsten
des Euro-Raums

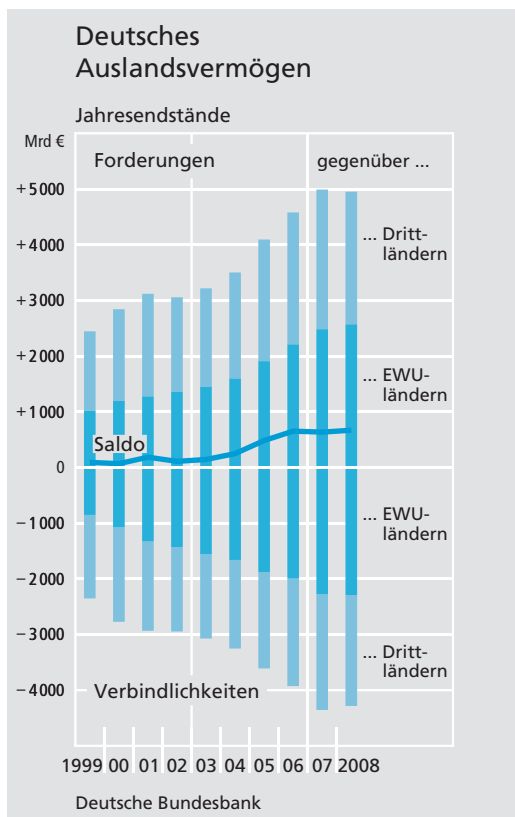
Treibende Faktoren der weltweiten finanziellen Integration waren und sind der technische Fortschritt – vor allem im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien – und die Öffnung der nationalen Finanzmärkte für ausländische Investoren. Sie führten zu einer globalen Ausrichtung von Banken, zu einer zunehmenden Bedeutung multinationaler Unternehmen sowie zu einer größeren Präsenz institutioneller Investoren, die traditionell stärker in ausländischen Vermögenswerten engagiert sind als Privatanleger und die ihre Auslandsinvestitionen in den zurückliegenden Jahren weiter erhöht haben. Für die Länder des Euro-Raums bieten die gemeinsame Währung und die Harmonisierung institutioneller Rahmenbedingungen in der EWU zusätzliche Impulse für die Finanzmarktintegration unter den teilnehmenden Ländern. Durch die Währungsunion wurde eine Diversifizierung der Vermögensanlagen beziehungsweise der Mittelaufnahme möglich, ohne zusätzliche Währungsrisiken eingehen zu müssen. Zudem wurde durch die gemein-



same Währung die Liquidität wesentlicher Finanzmarktsegmente erhöht.

² Die Daten des Auslandsvermögensstatus liefern Informationen auf einem recht hoch aggregierten Niveau. Nicht nur zwischen den einzelnen Ländern, auch je nach Segment und Branche kann die Bedeutung der Intra-EWU-Ausrichtung im Einzelnen variieren und über zusätzliche Indikatoren abgebildet werden, vgl.: Europäische Zentralbank, Financial Integration in Europe, April 2009.

³ Für den genannten Zeitrahmen sind nicht für alle Länder Daten unterteilt nach Extra- bzw. Intra-EWU-Beständen verfügbar.



Absicherung und Anfälligkeit gegenüber Schocks

Angesichts dieser Vorteile, die der gemeinsame Währungsraum bietet, liegt eine stärkere innereuropäische Fokussierung der Anleger relativ zu jener in Drittländern außerhalb des Euro-Raums bis zu einem gewissen Grad nahe. Unter dem Gesichtspunkt der Risikostreuung muss aber auch mit in den Blick genommen werden, dass der gemeinsame Währungsraum möglicherweise stärker gleichlaufenden Schocks ausgesetzt sein könnte. Zudem kann aus Anlegersicht der Wechselkurs auch ein Mittel der Risikodiversifikation sein. Insofern hat der Wegfall des innereuropäischen Wechselkursrisikos auch zu einem Engagement in anderen Währungen und Anlagen außerhalb des Euro-Währungsgebiets beigetragen.

Kapitalverflechtung in der EWU aus deutscher Sicht

Das stärkere innereuropäische Kapitalengagement ist allerdings ein seit Langem angelegter Prozess, der nicht erst seit der Einführung der gemeinsamen Währung zu beobachten ist. Am Beispiel Deutschlands lassen sich diese Entwicklungen exemplarisch untersuchen. So belief sich der Anteil der in die anderen Länder des heutigen Euro-Währungsgebiets fließenden deutschen Kapitalexporte an den gesamten Anlagen im Ausland in den siebziger und achtziger Jahren auf durchschnittlich 26 % beziehungsweise 29 %. In den neunziger Jahren bis vor den Beginn der Währungsunion lag er im Durchschnitt bei 45 %; im Zeitraum zwischen 1999 und 2008 betrug er durchschnittlich 51 %. Im Auslandsvermögensstatus Deutschlands schlug sich dies in einem wachsenden Anteil der in anderen EWU-Ländern angelegten Aktiva von 39 % Mitte 1999 auf 52 % Ende 2008 nieder (siehe nebenstehendes Schaubild).

Prozess des Zusammenwachsens vollzog sich über mehrere Jahrzehnte

Dabei zeigt sich, dass der Wertpapierverkehr stärker als andere Segmente des Kapitalverkehrs auf die EWU ausgerichtet ist. Schon in den ersten Jahren nach Beginn der dritten Stufe der Währungsunion kam es zu einer Verschiebung zugunsten der anderen Partnerländer, die sich seitdem fortgesetzt hat. Seit Einführung des Euro haben grenzüberschreitend engagierte deutsche Portfolioinvestoren rund zwei von drei Euro im EWU-Gebiet angelegt. Dies spiegelt sich in den gehaltenen Forderungen wider: So ist bei den Investmentzertifikaten sogar eine fast ausschließliche EWU-Ausrichtung der deutschen

Starke EWU-Orientierung im deutschen Wertpapierverkehr

Anleger zu verzeichnen (2008: 98 %). Dieses Ergebnis ist jedoch auch dadurch beeinflusst, dass aus deutscher Sicht wichtige Fondsgesellschaften – zumeist handelt es sich um Tochtergesellschaften hiesiger Banken – in anderen EWU-Ländern (Luxemburg und Irland) ihren Sitz haben. Bei den von Deutschen gehaltenen ausländischen Anleihen haben die EWU-Länder ebenfalls ein bedeutendes Gewicht (rd. 68 %). Für dieses betragsmäßig wichtigste Segment im Bereich der Wertpapiere ist der EWU-Anteil der deutschen Anlagen im Ausland seit Einführung des Euro damit weiter spürbar gestiegen (um fast 20 Prozentpunkte). Dabei hatten deutsche Anleger auch schon in den Monaten vor der Einführung des Euro – in der Erwartung von Kursgewinnen aus der Zinskonvergenz der damaligen „Hochzins-Länder“ („Konvergenzhandel“) – lebhaft in Emissionen anderer (damals potenzieller) EWU-Länder investiert.⁴⁾ Hingegen ist bei Aktien keine solch eindeutig stärkere Ausrichtung auf andere EWU-Emitenten in den zurückliegenden Jahren auszumachen; der Anteil lag Ende 2008 bei rund 43 % und damit nur wenig höher als Mitte 1999 (40 %). Gerade bei einem Engagement in Aktiengesellschaften, die häufig weltweit tätig sind, spielen aus Investorensicht beispielsweise die regionale Herkunft (Währungsdenominierung) und die Sektorzugehörigkeit eine wichtige Rolle. Sie entscheiden über das Ertrags-Risiko-Profil einer Aktienanlage und damit über mögliche Diversifizierungseffekte. Im Übrigen ist zu sehen, dass die Aktienmarktkapitalisierung in wichtigen Volkswirtschaften außerhalb des Euro-Raums (USA, Vereinigtes Königreich) besonders hoch

ist, während der Unterschied beim Umlauf von Rentenwerten geringer ausfällt.

Bei der Mittelaufnahme im Ausland spielt der Euro-Raum aus deutscher Sicht ebenfalls eine größere Rolle als zu Beginn der Währungsunion. Am markantesten ist dies bei Anleihen. Ende 2008 wurden 66 % der sich im Auslandsbesitz befindlichen Papiere von Investoren aus anderen Partnerländern in der EWU gehalten; das sind 35 Prozentpunkte mehr als noch Mitte 1999. Hingegen haben aus anderen EWU-Ländern stammende Halter deutscher Aktien ihre Positionen weniger deutlich ausgebaut. Ihr Anteil ist von 26 % Mitte 1999 auf 37 % im Jahr 2008 gestiegen.⁵⁾

Im Bereich der Direktinvestitionen waren schon in den zwei Jahrzehnten vor Beginn der Währungsunion viele Investitionen in anderen EU-Ländern (und teils potenziellen EWU-Ländern) getätigt worden; gleichwohl hat sich die grenzüberschreitende Verflechtung der Unternehmen innerhalb Europas auch nach 1999 fortgesetzt. So stieg der An-

*Zunahme des
Beteiligungskapitals
an EWU-
Unternehmen*

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Kapitalverkehr und Wechselkurs, Monatsbericht, Januar 2002, S. 15–27.

5 Ersterwerber und Halter von Wertpapieren weichen voneinander ab, wenn der ursprüngliche Erwerber – häufig eine Bank – den Vermögenstitel weiterverkauft. Sitzen Erwerber und Halter in unterschiedlichen Ländern, lässt sich anhand der Transaktionsdaten aus der Zahlungsbilanz, die bei der Erstellung des Auslandsvermögensstatus wichtige Informationen liefern, die Regionalstruktur der Wertpapierpassiva nicht mehr verlässlich bestimmen. Für die Jahre ab 2001 ist es durch die Angaben des vom IWF veröffentlichten Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), an dem sich auch die Bundesbank beteiligt, möglich, in der Regionalstruktur der deutschen Wertpapierverbindlichkeiten überwiegend auf den Sitz des tatsächlichen Halters abzustellen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Regionalstruktur deutscher Wertpapierverbindlichkeiten nach dem Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), Monatsbericht, Oktober 2008, S. 26–27.

teil des im Euro-Raum eingesetzten Beteiligungskapitals deutscher Investoren auf 46 % Ende 2008; er lag damit rund zehn Prozentpunkte über dem Wert von Mitte 1999. In umgekehrter Richtung war eine ähnliche Entwicklung beim Aufbau von Beteiligungskapital in Deutschland durch Unternehmen aus dem übrigen Euro-Raum zu verzeichnen (2008: Anteil an den Gesamtbeständen von 60 % verglichen mit 51 % Mitte 1999).⁶⁾

Der Home Bias als Kennziffer für Finanzmarktintegration

Home Bias gesunken

Eine gebräuchliche Kennziffer, um das Ausmaß der internationalen Integration der Finanzmärkte abzuschätzen, ist die Heimatpräferenz der Anleger, der sogenannte Home Bias. Unter der Voraussetzung vollkommener Information aller Anleger und bei Abwesenheit von Transaktionskosten sollte die internationale Streuung von Wertpapieren in den Portfolios aller Länder identisch sein und damit der regionalen Struktur der weltweit im Umlauf befindlichen Wertpapiere entsprechen.⁷⁾ Der Home Bias gibt an, wie sehr ausländische Wertpapiere im Besitz inländischer Anleger gemessen an ihrem Gewicht im Weltportfolio unterrepräsentiert sind. Die Kennziffer nimmt üblicherweise Werte zwischen 0 % (die Zusammensetzung des Inlandportfolios entspricht der Zusammensetzung des Weltportfolios) und 100 % (es werden nur inländische Wertpapiere gehalten) an.⁸⁾

Das Konzept des Home Bias ist – neben Wertpapieren – prinzipiell auch auf andere Positio-

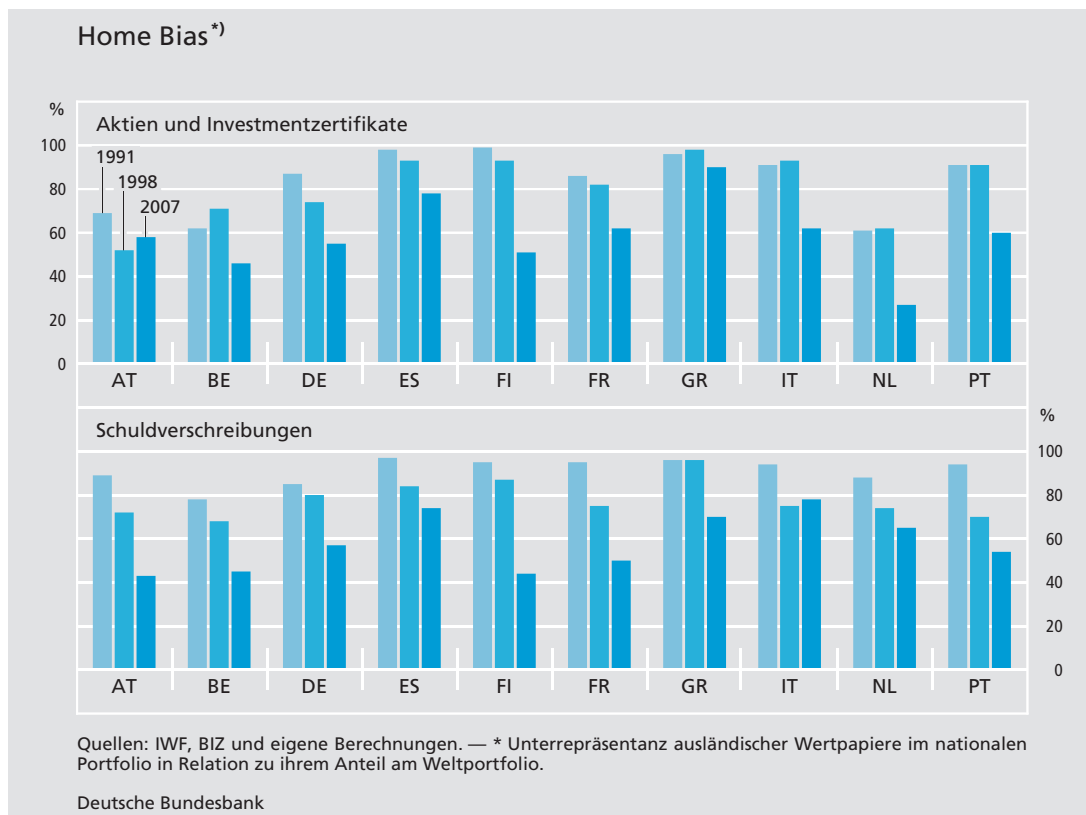
nen des Auslandsvermögens wie Direktinvestitionen oder Kredite anwendbar. Zum Jahresende 2008 entfielen nur etwa 30 % der deutschen Auslandsaktiva auf Portfolioinvestitionen. Direktinvestitionen machten 18 % aus, und rund die Hälfte des Auslandsvermögens schlug in Form von Krediten oder sonstigen Forderungen zu Buche. Die Berechnung einer Heimatpräferenz für diese Vermögens-titel stößt allerdings auf statistische Probleme, da die jeweiligen Bezugsgrößen – der (Buch-) Wert aller Unternehmen weltweit beziehungsweise das weltweit ausstehende Kreditvolumen – nicht verfügbar sind. Aus diesem Grund wird der relativ einfach zu ermittelnde Home Bias für Wertpapiere häufig als Indikator für die generelle finanzielle Integration eines Landes in die Weltwirtschaft ver-

Home Bias für Aktien und Investmentzertifikate sowie Schuldverschreibungen

⁶ Bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland kann die regionale Zuordnung der Investitionen verzerrt werden, wenn sie über zwischengeschaltete Konzerngesellschaften mit Sitz in einem Drittland erfolgen. So wird z. B. die Beteiligung einer im Euro-Raum ansässigen Tochtergesellschaft eines Unternehmens mit Obergesellschaft in den Vereinigten Staaten an einem Unternehmen in Deutschland im Auslandsvermögensstatus als Direktinvestition aus dem Euro-Raum ausgewiesen. Zum Jahresende 2007 zeigen die Daten aus der Direktinvestitionsbestandsstatistik der Bundesbank, dass etwa 40 % der unmittelbaren ausländischen Direktinvestitionsbestände in Deutschland, die Investoren aus anderen EWU-Ländern zugerechnet werden, von Investoren stammten, deren Obergesellschaft ihren Sitz nicht in der EWU hatte. Rund die Hälfte dieser Direktinvestitionsbestände bzw. 22 % der unmittelbaren ausländischen Direktinvestitionen des Euro-Raums in Deutschland wurden den Niederlanden zugerechnet, wobei Holdinggesellschaften hier eine wichtige Rolle spielten.

⁷ Vgl.: B. Solnik (1974), An Equilibrium Model of the International Capital Markets, Journal of Economic Theory, Vol. 8, S. 500–524. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) basiert auf der Annahme vollkommener Information aller Anleger und der Abwesenheit von Transaktionskosten. Grundsätzlich sind die Aussagen auch auf andere Vermögensklassen übertragbar, doch sind hier die Abweichungen von den maßgeblichen Annahmen in der Realität noch gravierender als auf den Wertpapiermärkten.

⁸ Für den Spezialfall, dass ausländische Wertpapiere „überrepräsentiert“ sind, kann der Home Bias auch negative Werte annehmen. Zur genauen Berechnung vgl. Erläuterungen auf S. 46, Fußnote 5.



wendet. Eine Differenzierung nach Aktien und Investmentzertifikaten einerseits sowie Schuldverschreibungen andererseits ist dabei ohne Weiteres möglich und auch sinnvoll.

Im ungewichteten Durchschnitt von zehn Ländern des Euro-Währungsgebiets⁹⁾ sank der Home Bias für Aktien (einschl. Investmentzertifikaten) zwischen 1991 und 1998 von 84 % auf 81 % und fiel nach der Einführung des Euro nochmals deutlich auf 59 % zum Jahresende 2007. Bei Schuldverschreibungen nahm die Verzerrung zugunsten einheimischer Wertpapiere ebenfalls ab. Lag der Home Bias Ende 1991 noch bei 91 %, betrug er am Vorabend der Euro-Einführung nur noch 78 % und belief sich Ende 2007 auf 58 %. Die Entwicklung für Deutschland entspricht im Großen und Ganzen derjenigen

der anderen betrachteten Länder. Ausgehend von Werten deutlich über 80 % zu Beginn der neunziger Jahre fielen diese bis Ende 2007 auf 55 % für Aktien und Investmentzertifikate beziehungsweise 57 % für Schuldverschreibungen. Damit lagen sie zu beiden Stichdaten im Mittelfeld der Ländergruppe.¹⁰⁾

9 Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien. Irland und Luxemburg bleiben aufgrund ihrer Sonderrolle als Sitz ausländischer Kapitalanlagegesellschaften unberücksichtigt. Für die erst nach Einführung des Euro-Bargelds hinzugekommenen Mitglieder des Euro-Raums liegen keine aussagekräftigen Zahlen für die Vergangenheit vor.

10 Der Abbau des Home Bias bei Aktien und Investmentzertifikaten ist in Deutschland seit der Jahrtausendwende vornehmlich der zunehmenden Bedeutung im Ausland ansässiger Investmentfonds geschuldet (vgl. S. 40f.). Bei alleiniger Betrachtung unmittelbarer Anteilscheine wäre der Rückgang deutlich geringer ausgefallen.

*... auch
gegenüber
Drittländern*

Dabei ist die Annäherung der Regionalstruktur an die Referenznorm seit Beginn der dritten Stufe der Währungsunion keineswegs nur auf eine verstärkte Diversifizierung innerhalb des Währungsgebiets zurückzuführen. Betrachtet man den Euro-Raum als Ganzes, so ist die Bereitschaft zum Halten gebietsfremder Wertpapiere zwischen 1999 und 2007 ebenfalls deutlich gestiegen. Dies gilt sowohl für Aktien und Investmentfonds, wo der Home Bias von 76 % auf 49 % gefallen ist, als auch für Schuldverschreibungen mit einem Rückgang der Heimatpräferenz von 81 % auf 74 %. Diese Entwicklung ist ein weiterer Beleg dafür, dass die europäische Integration die internationale Verflechtung der beteiligten Länder insgesamt gefördert hat und nicht etwa mit einem Rückzug von den weltweiten Kapitalmärkten verbunden war.

Risikoteilung in der Europäischen Währungsunion

*Glättung des
Konsum-
pfades...*

Mit Blick auf die Europäische Währungsunion stellt sich die Frage, ob sich die oben beschriebene Zunahme der finanziellen Verflechtung auch in einer realwirtschaftlichen Annäherung niederschlug und über die Konvergenz der konjunkturellen Entwicklung hinaus die Glättung der nationalen Konsumpfade förderte.

*... über privat-
wirtschaftliche
Kanäle...*

In den meisten Ländern besteht ein Ziel der Wirtschaftspolitik in dem Ausgleich gegenläufiger Konjunktorentwicklungen innerhalb des Staatsgebiets. Wichtige Instrumente zur Erreichung dieses Ziels sind Transferzahlun-

gen zwischen den Gebietskörperschaften oder die automatische Stabilisierung durch zentrale Steuern und Sozialleistungen. Auf europäischer Ebene fehlen vergleichbare Mechanismen. Die vorhandenen Umverteilungsinstrumente wie die Strukturfonds oder der Kohäsionsfonds verfolgen langfristige Ziele der realwirtschaftlichen Konvergenz, sind aber nicht dazu geeignet, temporäre länderspezifische Einkommensschwankungen auszugleichen. Vor diesem Hintergrund spielen privatwirtschaftliche Kanäle der Einkommensstabilisierung eine besondere Rolle. Divergierende Einkommens- und Konsumverläufe können zu Interessenkonflikten zwischen Mitgliedsländern führen, die sich in unterschiedlichen Konjunkturphasen befinden. Insoweit kommt dem Wirken von Stabilisierungsmechanismen auf länderspezifische Einkommensschwankungen nicht zuletzt aus Sicht der gemeinsamen Geldpolitik des Euro-Raums, die sich nur an aggregierten Größen des gesamten Währungsgebiets orientieren kann, eine wesentliche Bedeutung zu.

*... innerhalb des
Euro-Raums*

Im Idealfall einer vollkommenen internationalen Risikoteilung wären die zyklischen Wachstumsdifferenzen der Konsumnachfrage zwischen den einzelnen Ländern völlig unabhängig von temporären Wachstumsdifferenzen der Wertschöpfung.¹¹⁾ Dies ist im Euro-Raum zwar nicht der Fall; dennoch lässt sich im Rahmen einer ökonometrischen Untersuchung zeigen, dass in den Ländern der Europäischen Währungsunion ein hohes Maß an Konsum-

¹¹ Diese Definition der internationalen Risikoteilung folgt dem maßgeblichen Aufsatz von P. Asdrubali et al. (1996), Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 111, S. 1081–1110.

glättung zu beobachten ist (siehe Erläuterungen auf S. 46 f.). Offenbar schlagen sich kurzfristige Veränderungen der nationalen Wertschöpfung nur zu rund 60 % in entsprechenden Anpassungen des Konsumniveaus – jeweils im Verhältnis zum europäischen Durchschnitt – nieder.

*Risiko-
diversifizierung
auch durch
nationale
Anpassungen
und
Wertpapier-
anlagen in
Drittländern...*

Grundsätzlich besteht auch im nationalen Rahmen für die Verbraucher eine Tendenz zur Glättung ihrer Konsumprofile über die Zeit. Dies lässt sich ohne staatlichen Einfluss über eine Variation der privaten Ersparnis erreichen. Auch staatliche Institutionen – wie die Systeme der sozialen Sicherung – absorbieren einen Teil der auftretenden Einkommensschwankungen. Allerdings ergeben sich deutliche Hinweise, dass die Konvergenz der Konsumpfade insbesondere seit Einführung des Euro stärker zugenommen hat als die Angleichung der Konjunkturverläufe. Dies deutet darauf hin, dass neben nationalen Faktoren auch die Finanzmarktintegration einen wesentlichen Beitrag geleistet haben dürfte. Dabei geht es nicht nur um die direkten Kapitalflüsse zwischen den Mitgliedern des Euro-Raums. Zwar lässt die ausgeprägte finanzielle Verflechtung der EWU-Länder vermuten, dass bilaterale Zahlungsströme eine wichtige Rolle spielen, doch wirkt auch die gemeinsame Einbindung in die Weltwirtschaft in die gleiche Richtung.

*... vor allem im
Bereich Aktien
und Invest-
mentzertifikate*

Die Hypothese, dass die verstärkte finanzielle Integration der Mitgliedsländer untereinander und mit Drittländern eine signifikante Rolle spielt, lässt sich empirisch überprüfen. In diesem Zusammenhang kommt dem oben vorgestellten Konzept des Home Bias eine besondere Bedeutung zu. Eine Verminderung

der Heimatpräferenz hat mutmaßlich zur Folge, dass sich die Vermögenseinkommen aus Wertpapieren zumindest innerhalb eines Währungsraums einheitlicher entwickeln und unabhängiger von nationalen Sondereinflüssen sind. Die Verstetigung dieser Einkommenskomponente sollte sich wiederum in einer Stabilisierung der Konsumnachfrage niederschlagen. Für den Besitz ausländischer Aktien ist der vorhergesagte Diversifizierungseffekt tatsächlich nachzuweisen. Dagegen ist kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der regionalen Streuung von Fremdkapital und der Konsumglättung innerhalb des Euro-Raums festzustellen.

Dieser Befund lässt sich möglicherweise dahingehend interpretieren, dass sich die Schwankungen der aus Aktienbesitz erzielbaren Renditen durch eine internationale Ausrichtung des Portfolios reduzieren lassen. Bei Schuldverschreibungen dominieren hingegen Staatsanleihen mit festem Zinssatz, die zudem auch in Krisenzeiten ein geringes Ausfallrisiko aufweisen. Daraus folgt, dass eine internationale Portfoliodiversifizierung mit dem Ziel einer Glättung der Kapitalerträge für diese Vermögensklasse weitgehend wirkungslos und auch nicht notwendig ist. Hinzu kommt, dass die Renditedifferenzen von Staatsanleihen zwischen den Euro-Ländern im Vorfeld der Währungsunion großteils unterschiedliche Inflations- und Wechselkurs-erwartungen widerspiegeln und sich seit der Euro-Einführung stark angenähert haben.¹²⁾

*Risikostreuung
bei Staats-
anleihen
weniger
wirkungsvoll*

¹² Erst im Zuge der Finanzkrise ist wieder eine stärkere Spreizung der Renditen von Staatsanleihen im Euro-Raum zu beobachten.

Internationale Konsumglättung in der Europäischen Währungsunion

Der Begriff „Internationale Risikoteilung“ beschreibt die Möglichkeit, temporäre Schwankungen des Bruttoinlandprodukts einzelner Länder durch die finanzielle Integration in die Weltwirtschaft zu absorbieren und die Auswirkungen auf die nationalen Konsumpfade zu begrenzen. Dieser Ausgleich kurz- bis mittelfristiger Schwankungen ist von längerfristigen Unterschieden der nationalen Wachstumsraten von Wertschöpfung und Konsum zu trennen, die zu strukturellen Leistungsbilanzdefiziten von Ländern im wirtschaftlichen Aufholprozess führen können. Derartige Trends wurden in der folgenden empirischen Untersuchung nach dem Verfahren von Hodrick und Prescott eliminiert.¹⁾

Das Ausmaß der internationalen Konsumglättung innerhalb des Euro-Währungsgebiets lässt sich anhand der Elastizität der verbleibenden zyklischen Entwicklung des nationalen Konsums im Vergleich zum EWU-Durchschnitt ($C_{i,t} - \bar{C}_t$) gegenüber der zyklischen Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts relativ zum EWU-Durchschnitt ($BIP_{i,t} - \bar{BIP}_t$) messen.²⁾

Die Schätzungen basieren auf dem Zeitraum von 1991 bis 2007 und schließen zehn Länder des Euro-Währungsgebiets ein.³⁾ Eine statistisch signifikante Konsumglättung liegt vor, wenn in der Regressionsgleichung

$$C_{i,t} - \bar{C}_t = \alpha_0 + (1 - \alpha_1) (BIP_{i,t} - \bar{BIP}_t) + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

der Koeffizient α_1 signifikant positiv ist.⁴⁾

Der Parameter α_1 ist in der Tat hoch signifikant und zeigt, dass sich nationale Schwankungen der Wertschöpfung im Durchschnitt des Beobachtungszeitraums nur zu etwa 60 % in Veränderungen des Konsums relativ zur Konsumententwicklung des gesamten Länderkreises niederschlagen. Dies ist freilich noch kein Beleg für einen länderübergreifenden Ausgleich von Einkommensrisiken. Nationale Mechanismen einer antizyklischen

Wirtschaftspolitik, beispielsweise das Wirken von automatischen Stabilisatoren im Bereich der Finanzpolitik, und individuelle Verhaltensänderungen sorgen über eine Anpassung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote ebenfalls für eine Stabilisierung des Konsums.

In einem zweiten Schritt wird deshalb geprüft, ob die finanzielle Integration in Europa einen positiven Einfluss auf die Konsumglättung der Länder des Euro-Währungsgebiets hatte. Als Indikator dient zunächst die Einführung der gemeinsamen Währung im Jahr 1999: Die Dummy-Variable *EMU* nimmt für die Jahre 1991 bis 1998 den Wert null, für die darauffolgenden Jahre den Wert eins an. In der modifizierten Regressionsgleichung

$$C_{i,t} - \bar{C}_t = \alpha_0 + (1 - \alpha_1 - \alpha_2 \cdot EMU_t) (BIP_{i,t} - \bar{BIP}_t) + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

signalisiert ein signifikant positiver Wert von α_2 , dass die Konsumglättung innerhalb des Euro-Raums seit 1998 zugenommen hat. Die Ergebnisse in der zweiten Spalte der Tabelle unterstützen diese These. Allerdings lässt die einfache Konstruktion der Dummy-Variablen noch keine Rückschlüsse auf den zugrunde liegenden Mechanismus der Risikoteilung zu. Hinzu kommt, dass wichtige Aspekte der finanziellen Integration in Europa nicht per Stichtag durch den formalen Beginn von Stufe drei der Währungsunion verwirklicht wurden, sondern sich vielmehr als Prozess in den Jahren davor und danach entwickelten.

In einer dritten Schätzvariante wurde die *EMU*-Dummy deshalb durch zwei zentrale Kennziffern der internationalen Finanzintegration ersetzt. Sie beschreiben die Annäherung des nationalen Wertpapierportfolios an die Zusammensetzung des Weltportfolios. Von dem Idealwert 100 % (völlige Übereinstimmung) weichen sie in Höhe des Home Bias für Aktien und Investmentanteile

1 Dazu wurde der Glättungsparameter wie von den Autoren für Jahresdaten empfohlen auf 100 gesetzt. Vgl.: R.J. Hodrick und E.C. Prescott (1997), Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29, S. 1–16. — 2 *C* und *BIP* bezeichnen den Logarithmus der zyklischen Komponenten des gesamtwirtschaftlichen Konsums bzw. des Bruttoinlandsprodukts. Die Konsumausgaben wurden mit dem nationalen Konsumentenpreisindex, das Bruttoinlandsprodukt mit dem nationalen BIP-Deflator in Euro des Basisjahrs 2000 umgerechnet. Quelle: EZB. Der Sub-

index *i* bezeichnet das einzelne Land, *t* ist ein Zeitindex. — 3 Belgien, Deutschland, Österreich, Griechenland, Finnland, Frankreich, Italien, Niederlande, Portugal und Spanien. — 4 Die Parameter wurden mit EVIEWS 6 geschätzt. Verwendet wurde das EGLS Verfahren mit Cross-Section SUR Gewichten und fixen Ländereffekten. Serielle Korrelation wurde durch Einbeziehung eines AR(1)-Terms beseitigt. Die Ergebnisse sind in Spalte 1 der Tabelle auf S. 47 zusammengefasst. — 5 Der Home Bias gibt an, wie sehr ausländische Wertpapiere in den Portfolios in-

(HBE) beziehungsweise für Schuldverschreibungen (HBD) ab.⁵⁾ Da in Hinblick auf die Risikodiversifizierung auch außereuropäische Vermögenstitel von Bedeutung sind, werden Wertpapiere des europäischen und des nicht europäischen Auslands gleichermaßen berücksichtigt.⁶⁾ Dafür spricht auch, dass im Zuge der europäischen Integration die finanzielle Verflechtung mit Drittstaaten ebenfalls gestiegen ist und deshalb in die Analyse einbezogen werden sollte.⁷⁾ In der Regressionsgleichung

$$C_{i,t} - \bar{C}_t = \alpha_0 + [1 - \alpha_1 - \alpha_3(1 - HBE_{i,t-1}) - \alpha_4(1 - HBD_{i,t-1})](BIP_{i,t} - \bar{BIP}_t) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

deutet ein signifikant positiver Wert von α_3 beziehungsweise α_4 darauf hin, dass die internationale Diversifikation des Wertpapierportfolios zur Glättung des Konsumpfades in den einzelnen Ländern beiträgt.

Es zeigt sich, dass der Home Bias in den betrachteten Ländern tatsächlich einen signifikanten Einfluss auf die Risikoteilung innerhalb der Europäischen Währungs-

Internationale Konsumglättung in der EWU

| Position | (1) | (2) | (3) |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| α_1 | 0,38 (11,3)*** | 0,28 (5,68)*** | 0,35 (2,30)** |
| α_2 | - | 0,25 (3,58)*** | - |
| α_3 | - | - | 0,30 (2,19)** |
| α_4 | - | - | 0,02 (0,06) |
| AR(1) | 0,36 (5,32)*** | 0,34 (5,12)*** | 0,35 (4,82)*** |
| bereinigtes R ² | 0,76 | 0,71 | 0,77 |
| DW | 1,80 | 1,84 | 1,82 |

t-Werte in Klammern. ** [***] bezeichnen ein Signifikanzniveau von 5 % [1 %].

ländischer Anleger in Relation zu ihrem Anteil am Weltportfolio unterrepräsentiert sind. Die Formel zur Berechnung lautet: Home Bias = 100 % - (Prozentanteil ausländischer Wertpapiere am Portfolio inländischer Anleger / Prozentanteil ausländischer Wertpapiere am Weltportfolio). Ein Home Bias von 100 % bedeutet, dass die Anleger ausschließlich inländische Wertpapiere besitzen, ein Wert von 0 % signalisiert dagegen den gleichen Anteil ausländischer Papiere am nationalen Portfolio wie am Weltportfolio. — 6 Je stärker sich die Konjunk-

tion ausübt und seine Berücksichtigung den Erklärungsgehalt der Regression im Vergleich zur Schätzung mit Dummy-Variable erhöht (Spalte 3 der Tabelle). Der stabilisierende Effekt eines höheren Anteils ausländischer Wertpapiere in den nationalen Portfolios ist jedoch nicht bei allen Anlagearten gegeben. Eine breitere regionale Streuung des Aktienbesitzes geht offenbar wie erwartet mit einer Glättung der Kapitalerträge und des Konsumpfades einher. Dagegen lässt sich kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der regionalen Diversifizierung von Schuldverschreibungen und den Auswirkungen von Schwankungen der nationalen Wertschöpfung auf den Konsum feststellen.

Dieses Ergebnis kann dahingehend interpretiert werden, dass sich ein länderübergreifender Ausgleich nationaler Einkommenszyklen eher bei Anlageformen wie Aktien ergibt, deren Erträge stärker konjunkturabhängig sind. Bei Schuldverschreibungen, die häufig festverzinslich sind und in Europa nach wie vor von den als weitgehend sicher geltenden Staatsanleihen dominiert werden, kommt der regionalen Diversifizierung von Ertragsschwankungen hingegen keine entscheidende Bedeutung zu.

Die Ergebnisse stehen im Einklang mit anderen empirischen Untersuchungen. So unterscheiden sich auch bei Demyanyk et al. oder Sørensen et al. die Ergebnisse für den Einfluss von Eigenkapital- und Fremdkapitaldiversifizierung auf die internationale Risikoteilung.⁸⁾ Während beide Studien einen positiven Zusammenhang zwischen der regionalen Streuung von Beteiligungskapital und Konsumglättung feststellen, sind die Ergebnisse für Schuldverschreibungen oder Kredite negativ beziehungsweise insignifikant. Als Ursache werden eine unzureichende Zahl von Beobachtungen (für nicht signifikante Ergebnisse) oder aber ein verbesserter Zugang zu Krediten mit steigendem Einkommens- und Konsumwachstum gesehen (Demyanyk et al., 2008).

turverläufe innerhalb des Euro-Währungsgebiets annähern, desto weniger eignen sich Wertpapiere des europäischen Auslands zur Diversifizierung des Einkommensrisikos. — 7 Vgl. S. 44. — 8 Vgl.: Y. Demyanyk et al. (2008), Risk Sharing and Portfolio Allocation in EMU, European Commission, Directorate Economic and Financial Affairs, Economic Papers 334, Brussels, sowie Sørensen, B. E. et al. (2007), Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth, Journal of International Money and Finance, 26, S. 587–605.

Finanzkrise verdeutlicht zunehmende wechselseitige Abhängigkeit

Anfälligkeit gegenüber Risiken breit absichern

Die Theorie und die empirischen Befunde zeigen: Finanzielle Integration ist mit einer Reihe von Vorteilen verbunden. Neben den Möglichkeiten der Konsumglättung verbessert ein einfacher Zugang zu internationalen Kapitalmärkten prinzipiell auch die Ressourcenallokation, da Investoren dort investieren können, wo ihr Kapital – entsprechend ihrer Risikoneigung – die höchste Rendite verspricht. Für (potenzielle) Schuldner bietet der größere globale Kapitalmarkt außerdem zusätzliche Finanzierungsquellen. Es ist aber auch davon auszugehen, dass sich mit der wachsenden internationalen finanziellen Verflechtung die Transmissionskanäle von Schocks verändern. Während die Bedeutung heimischer Entwicklungen tendenziell sinkt, gewinnen makroökonomische oder finanzielle Veränderungen im Ausland an Gewicht. Die Zusammensetzung des Auslandsvermögens kann hier Hinweise auf eine mögliche Exponiertheit liefern. Die geografische Aufteilung und die Währungsstruktur sind in diesem Zusammenhang relevant. Auf diese Weise lässt sich eine Vorstellung davon gewinnen, gegenüber welchen Regionen oder Währungen eine Volkswirtschaft besonders anfällig für Schocks sein könnte.

Strukturmerkmale des deutschen Auslandsvermögens

Im Falle Deutschlands zum Beispiel konzentriert sich die grenzüberschreitende Kapitalverflechtung auf die Industrieländer. Im Jahr 2008 bezogen sich rund 90 % aller Auslandsaktiva und -passiva auf diesen Länderkreis. Diese Länder waren von der aktuellen Finanzkrise stark betroffen, und eine Rückkopplung

auf das deutsche Auslandsvermögen war deshalb angelegt. Darüber hinaus spielt der Bankensektor (ohne Bundesbank) als Gläubiger und Schuldner für die Kapitalverflechtung mit dem Ausland eine bedeutende Rolle; rund 49 % der Forderungen und 46 % der Verbindlichkeiten wurden 2008 durch das Engagement der monetären Finanzinstitute geprägt. Gleichzeitig begrenzt aber die Tatsache, dass nur ein vergleichsweise geringer Anteil der Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland auf Fremdwährung lautet (fast 70 % der Aktiva und gut 80 % der Passiva waren Ende 2008 in Euro denominated), die unmittelbare Exponiertheit gegenüber Wechselkursänderungen. Mit in den Blick zu nehmen ist bei diesen Betrachtungen auch, dass Deutschland gegenüber dem Rest der Welt eine Netto-Gläubiger-Position einnimmt und sich das deutsche Netto-Auslandsvermögen Ende 2008 auf 668 Mrd € (rd. 27 % des Bruttoinlandsprodukts) belief.

Neben dem Einfluss solcher struktureller Muster sind auch Reaktionen der Marktteilnehmer auf den massiven Vertrauensschock zu erwarten, die zu Anpassungen in ihren Auslandspositionen führen. Generell ist zu vermuten, dass die Anleger als Folge der Krise in ihren grenzüberschreitenden Dispositionen vorsichtiger agieren und besonders riskante Finanzinstrumente meiden. Möglicherweise ist es auch zu veränderten regionalen Schwerpunktsetzungen gekommen.

In der Tat lassen sich in der jüngsten Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens sowohl die Marktpreisveränderungen als unmittelbare Folge der Krise als auch Port-

Anpassungen grenzüberschreitender Vermögenspositionen...

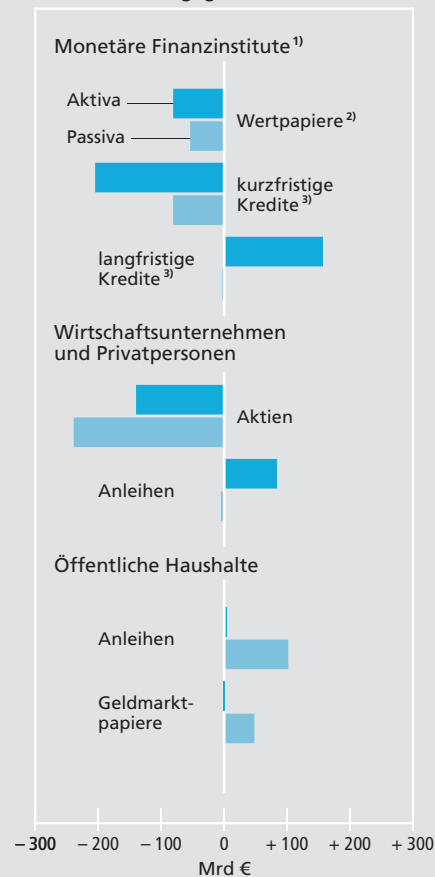
... in Deutschland...

folioanpassungen der international aktiven Investoren nachweisen. Ende 2008 zeigte der deutsche Auslandsvermögensstatus erstmals seit 2002 bei den Forderungen gegenüber dem Ausland einen Rückgang im Vorjahrsvergleich (um knapp 1% bzw. fast 38 Mrd €). Auf der Passivseite war sogar zum ersten Mal seit mehr als 20 Jahren eine Verringerung der Verbindlichkeiten gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen (um 1½% bzw. 72 Mrd €). Dabei drückten neben dem Verkauf von Dividendenwerten vor allem massive Kursverluste an den Aktienmärkten die Vermögenswerte auf der Aktiv- und Passivseite, während Wechselkursänderungen nur eine untergeordnete Rolle spielten. So ist der MSCI-Index, der die Kursentwicklung an den internationalen Aktienmärkten abbildet, im Verlauf von 2008 um 40% gefallen, der deutsche CDAX gab um 44% nach; dagegen hielten sich die Kursveränderungen an den Devisenmärkten mit einer Aufwertung des Euro von 2½% im Durchschnitt gegenüber 21 Handelspartnern in Grenzen. Im Ergebnis ist die Aktienposition über alle Sektoren hinweg bei den Aktiva um 167 Mrd € (53%) und bei den Passiva um 276 Mrd € (49%) verglichen mit Ende 2007 gesunken. Dagegen erhöhte die weltweit zu beobachtende „Flucht“ der Anleger in sichere und liquide Finanzinstrumente nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers den von Ausländern gehaltenen Bestand an deutschen Staatsanleihen zwischen Ende 2007 und Ende 2008 um rund 100 Mrd €; dies dämpfte den Rückgang der deutschen Auslandspassiva erheblich.

Im ersten Halbjahr 2009 setzten sich – nach den bislang vorliegenden vorläufigen Zahlen –

Veränderung ausgewählter Positionen des deutschen Auslandsvermögens

Ende Juni 2009 gegenüber Ende 2007



1 Ohne Bundesbank. — 2 Aktien, Investmentzertifikate und Schuldverschreibungen. — 3 Kredite aus Finanzbeziehungen, darunter Buchkredite, Schuldscheindarlehen, Bankguthaben, im Wege der Abtretung erworbene Forderungen u.ä.

Deutsche Bundesbank

die beobachteten Tendenzen zum Teil fort, vor allem die rege Nachfrage des Auslands nach deutschen Staatstiteln hielt an, wobei nunmehr insbesondere kurz laufende Papiere erworben wurden (siehe oben stehendes Schaubild). Auch gaben deutsche Unternehmen und Privatpersonen weiterhin ausländischen Anleihen den Vorzug vor Aktien, deren Kurse sich im Verlauf von 2009 allerdings deutlich erholten. Außerdem haben die

heimischen MFIs im Rahmen einer generellen Bilanzanpassung ihre grenzüberschreitenden Positionen stark zurückgeführt. Alles in allem haben sich die deutschen Auslandsforderungen seit Beginn dieses Jahres wieder leicht erhöht (+ 1%), während die Auslandsverbindlichkeiten weiter gesunken sind (– 2%).

Krisenbedingte Anpassungen zeigen sich zudem in der regionalen Struktur des Auslandsvermögens (für die allerdings nur Angaben bis Ende 2008 vorliegen): Während die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten gegenüber den anderen EWU-Ländern 2008 stiegen (um 3 ½ % bzw. um gut ½ %), kam es gegenüber Drittländern zu einer deutlichen Korrektur nach unten, bei den Aktiva um 5% und bei den Passiva um etwas über 4%. Auf den ersten Blick könnten die Unterschiede in den Vermögensanpassungen gegenüber Drittländern und EWU-Ländern auf stabilere Finanzbeziehungen innerhalb des Währungsraumes hindeuten. Dagegen spricht allerdings, dass Ende 2008 die von der Krise besonders betroffenen Wertpapierpositionen auch gegenüber anderen EWU-Ländern stark abgebaut wurden. Außerdem dürften die um 14% höheren unverbrieften Forderungen der Monetären Finanzinstitute an Kreditnehmer aus dem Euro-Raum zu einem beträchtlichen Teil mit Stützungsmaßnahmen für Auslandsniederlassungen zusammenhängen.

Ähnlich wie für Deutschland hat die Finanzkrise auch in der Auslandsposition des Euro-Raums gegenüber dem Rest der Welt Spuren hinterlassen. So haben hier ebenfalls starke Preisrückgänge von Vermögenspositionen,

die im Zusammenhang mit der Finanzkrise stehen, 2008 zu Korrekturen sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite geführt.¹³⁾ Dabei schlug der Preisrückgang bei den von Nicht-Gebietsansässigen gehaltenen im Euro-Raum begebenen Aktien stärker zu Buche, als jener von ausländischen Aktien und Schuldverschreibungen, die im Euro-Raum ansässige Investoren hielten. Zugleich haben Gebietsfremde ihren Bestand an in EWU-Ländern begebenen Schuldverschreibungen verglichen mit Ende 2007 per saldo erhöht. Darüber hinaus wirkten sich – im Unterschied zu Deutschland – aber auch Effekte aus Wechselkursänderungen (die Aktiva des Euro-Raums lauten überwiegend auf Fremdwährung und die Passiva auf Euro) dämpfend auf die Forderungen aus. Die bewertungsbedingten Anpassungen setzten sich teilweise auch in den ersten beiden Quartalen 2009 fort. Zur Jahresmitte 2009 lagen die Aktiva des Euro-Raums gegenüber dem Ausland rund 3 ½ % (bzw. um 482 Mrd €) unter dem Wert von Ende 2007, während die Passiva im gleichen Zeitraum um 1% (bzw. 159 Mrd €) nachgaben. Die Veränderungen in den grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten trugen dazu bei, dass der finanzielle Offenheitsgrad¹⁴⁾ des Euro-Raums Ende Juni 2009 bei 315% des Bruttoinlandsprodukts lag, das sind rund 15 Prozentpunkte weniger als Ende 2007, als er seinen vorübergehenden Spitzenwert von gut 330% erreichte.

13 Vgl.: Europäische Zentralbank, Press Release: 2. November 2009 – Euro area international investment position and its geographical breakdown (as at end-2008).

14 Forderungen und Verbindlichkeiten des Euro-Raums gegenüber dem Ausland in Prozent des EWU-Bruttoinlandsprodukts.

Fazit

Die verstärkte Integration der Kapitalmärkte in den letzten 20 Jahren hat die wechselseitigen Abhängigkeiten der beteiligten Länder erhöht. Langfristig hat die Streuung von Einkommensrisiken die Entwicklung der Konsumpfade in den EWU-Mitgliedstaaten stabilisiert. Umgekehrt greifen durch die intensivere finanzielle Verflechtung jedoch auch wirtschaftliche Fehlentwicklungen, die zunächst im Ausland auftreten, über den „Finanzkanal“ leichter auf andere Länder über. Die vergangenen Monate haben gezeigt, wie sich Anpassungen in der Risikobereitschaft und -einschätzung in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit auf das grenzüberschreitende Anlageverhalten und die Kreditbeziehungen auswirken können.

Aus der Finanzkrise müssen und werden Konsequenzen für die Regulierung der Finanzmärkte und das Agieren der Akteure gezogen werden. Diese dürfen jedoch nicht zu protektionistischen Schritten verleiten, die ihrerseits mit hohen und schwer kalkulierbaren volkswirtschaftlichen Kosten einhergehen könnten. Denn auch weiterhin gilt: Grenzüberschreitende Anlagen erweitern das Spektrum möglicher Risiko-Rendite-Kombinationen für Investoren, was für sich genommen positive realwirtschaftliche Effekte – wie zum Beispiel die Konsumglättung und die Verstetigung des Einkommensstromes – zur Folge haben kann. Eine Lehre aus der jüngsten Finanzkrise ist aber auch, dass es verbesserter Rahmenbedingungen für die internationalen Finanzmärkte bedarf, um im Finanzsektor selbst auf ein solides und tragfähiges Wirtschaften hinzuwirken.